

석유화학

LG화학·롯데케미칼·SK종합화학·한화토탈

김유진 기업평가2실 전문연구원
02.6966.2452 / 032kyj@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 아세안 지역의 경제성장세 및 중국의 환경규제로 인한 추가적인 수요 등을 감안하면 완만한 성장세 전망
- **변동성(→):** 설비증설로 인한 공급과잉과 유가 변동성 이슈는 상존하나, 우호적인 수급여건과 원가경쟁력을 바탕으로 대응 가능
- **경쟁강도(↑):** 북미 에탄크래커 대규모 증설 및 국내사들의 투자확대 기조로 일부 제품군의 경쟁강도는 확대될 것으로 전망
- **수익성(↓):** 나프타의 원가경쟁력 및 사업다각화 효과로 수익구조의 안정성은 유지되나, 미국 등 글로벌 증설물량과 연계된 제품 스프레드 하락으로 호황기를 구가한 전년 수준에 비해서는 수익성 저하 불가피
- **레버리지(→) 및 커버리지(→):** 투자 확대 기조에도 개선된 현금창출력 및 보유 유동성을 감안하면 우수한 재무안정성 유지 전망

Monitoring Factor

생산능력 확대 및 사업다각화 전략을 통한 경쟁력 강화가 각 사의 본원적인 현금창출력과 재무안정성 지표에 미치는 영향에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 고부가제품군 확대, 사업포트폴리오 다각화 등을 통한 실적변동 완충력 확보 정도
- 2) 각 사가 검토중인 투자규모가 확대되고 있어 자금소요 규모 및 재무적완충력 유지 여부
- 3) 유가변동 등 외생변수에 따른 실적 변화 추이

[Peer to Peer]

- 북미 ECC증설로 공급과잉에 따른 수급악화가 우려되나, 업체별 차별화된 대응전략을 통해 방어
 - LG 화학과 한화토탈은 사업다각화 및 고부가가치 제품 등을 통해 대응
 - SK 종합화학은 경쟁사 대비 방향족 계열 비중이 가장 높아 업황변동에 유리
 - 롯데케미칼은 에틸렌 계열 제품비중이 가장 높아 관련 실적 감소가 예상되나, 원료·생산 기지 다변화를 통해 사업경쟁력 방어
- 정유사의 화학산업 투자확대 기조속에 LG화학 원재료 조달 안정성 약화
 - 정유업계의 NCC 설비증설로 기초유분 공급과잉 및 일부 업체의 원재료 조달 안정성 약화 가능성
 - LG 화학의 원가경쟁력 및 원재료 조달 측면 우려 VS 롯데·SK·한화에 미치는 영향은 제한적
- 투자확대 기조에도 관련 재무부담은 자체적으로 통제할 수 있는 수준
 - LG·롯데는 적극적인 투자기조에도 풍부한 재무완충력을 바탕으로 매우 우수한 재무구조 견지
 - SK·한화도 최근 CAPEX 규모가 확대되고 있으나 자체 현금창출력으로 충당하며 현재 수준 유지

[Peer to Peer – LG화학 對 롯데케미칼 對 SK종합화학 對 한화토탈]

■ 북미 에탄크래커(ECC) 대규모 증설로 업체별 차별적 영향에도 불구하고, 국내 화학 업체들의 탄탄한 대응전략으로 영향력은 크지 않을 전망

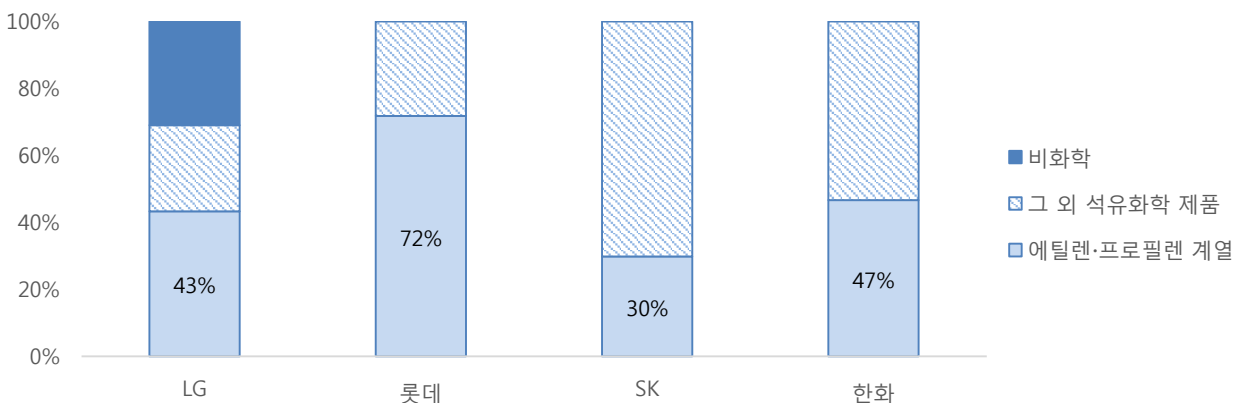
미국 내 다수의 신규 ECC가 완공되면서 에틸렌 계열 제품의 공급과잉이 심화(2018년 미국 내 에틸렌 신규 생산설비 약 6~7백만톤 > 연간 글로벌 에틸렌 수요 증가 약 5~6백만톤)될 것으로 전망된다. 다만, ECC설비로 생산되는 제품은 에틸렌(80%) 및 프로필렌 제품에 편중되어 있어 부타디엔·방향족 등 다양한 제품을 생산할 수 있는 국내 석유화학 업계에는 영향이 상대적으로 크지 않을 것으로 판단된다.

LG화학은 석유화학제품 중 다양한 고부가가치 제품 위주로 사업구조 고도화 작업을 꾸준히 진행하고 있으며, 더불어 석유화학제품 외에 정보전자소재, 2차전지 등 다각화된 제품포트폴리오를 보유하고 있다. 한화토탈 역시 LG화학에 유사한 대응전략을 취하고 있는 바, 염소·가성소다(CA) 등 염소계열 제품의 수직계열화를 통해 석유의존도를 낮추고 고부가 특화 제품 중심으로 사업구조를 개편하여 관련 사업에 지속적으로 확장하고 있다. 또한 중간원료 등의 제품 다각화 효과로 시황변동성을 보완할 것으로 판단된다.

SK종합화학은 방향족계열 비중이 가장 높다. SK종합화학은 BTX 및 PX 제품을 주력으로 하고 있어 경쟁사 대비 방향족 계열 제품에 대한 비중이 높아(생산능력 기준 LG 10%·롯데 18%·SK 64%·한화 38% 수준) 에틸렌 계열의 실적 약화를 보완할 것으로 예상된다.

롯데케미칼은 주력제품 경쟁심화가 예상되나, 원료·생산 기지 다변화를 통해 대응하고 있다. 롯데케미칼은 경쟁사 대비 에틸렌·프로필렌 계열 제품 비중이 높은 편으로 관련 제품 공급 증가로 인한 부정적 영향이 존재한다. 다만, 국내 외에 말레이시아, 우즈베키스탄 등지에 생산기지를 보유하고 있고, 현재 미국 ECC 신증설을 진행중에 있는 등 원료·생산 기지 다변화를 통해 현재의 사업경쟁력을 유지할 것으로 판단된다.

[각 기업별 에틸렌·프로필렌 계열 비중(생산능력 기준)]



자료: 한국석유화학협회

주1: 에틸렌·프로필렌 계열은 에틸렌/프로필렌/PE/PP/EG의 합

주2: LG화학의 비화학 생산능력은 매출액 기준

■ 국내 정유업계의 화학산업 투자확대 기초 속에, GS칼텍스의 NCC설비는 LG화학 원가구조에 다소 부담

최근 국내 정유사들은 사업다각화의 일환으로 석유화학사업에 대한 투자를 활발하게 진행하고 있다. 특히 NCC를 보유하고 있지 않은 정유사가 신규 NCC 설립을 검토중에 있어(GS칼텍스·현대오일뱅크), 이 경우 국내 기초유분의 공급과잉과 더불어 석유화학업체들의 원재료(나프타) 조달 여건도 악화될 것으로 전망된다. 다만, 수급불균형에 대한 대응은 상기에 언급한 바와 같이 각 사별 대응전략을 통해 일정수준 통제할 것으로 보이나, 원재료 조달 측면은 업체별로 다소 상이한 영향을 받을 것으로 판단된다.

LG화학을 제외하고는 롯데·SK·한화의 영업환경에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. SK종합화학은 원재료 조달단계에서부터 계열사들과 수직계열화 체제를 구축하고 있어 국내 상공정 업체 중 가장 안정적인 사업경쟁력을 확보하고 있다. 롯데케미칼과 한화토탈은 기초 원재료인 나프타를 대부분 해외에서 수입(약 70~80% 수준)하고 있어 국내 NCC 설비의 추가적인 증설이 영업환경에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다.

반면, LG화학은 나프타의 대부분을 GS칼텍스에서 공급받고 있는 것으로 파악되어 GS칼텍스의 NCC설비 신설은 LG화학의 원가경쟁력 및 원재료 수급 안정성에 부정적 영향을 미칠 것으로 판단된다. 또한 GS칼텍스가 수직계열화에 따른 효율성 증대가 가능해질 것으로 보여 LG화학의 경쟁강도가 보다 높아질 것으로 예상된다.

■ 사업다각화를 위해 투자확대 기초를 보이고 있으나, 상위 업스트림 업체들의 재무구조는 매우 우수한 수준

LG화학과 롯데케미칼은 적극적인 투자정책을 유지하고 있으나, 전반적인 재무구조는 매우 우수한 수준이다. LG화학은 총차입금은 일정한 규모를 유지하고 있으나 2015년을 기점으로 증가된 현금창출력을 바탕으로 순차입금 규모가 감소하며 재무안정성 지표는 개선세이다.

LG화학은 최근 사업포트폴리오 강화를 위해 전자재료 및 배터리 사업에 대한 투자 규모를 확대하고 있다. 2017.9월말 CAPEX 규모는 1.4조원으로 전년 동기대비 37.9% 증가하였다.

롯데케미칼은 2016년 ECC/MEG 사업, 삼성 계열사 인수(2.5조원) 등 대규모 투자로 차입부담이 증가하여 재무지표가 다소 저하되었으나, 확대된 현금창출력을 토대로 소요자금의 대부분을 통제함으로써 2017.9월말 기준 차입금커버리지가 1배 이하를 유지하고 있다. 향후에도 미국 ECC 합작사업 등 활발한 투자정책을 전개할 계획에 있어 투자부담이 지속되겠으나, 양호한 현금창출력과 LC Titan 상장에 따른 자금유입(약 1.5조원) 등을 고려하면 매우 우수한 재무안정성을 유지할 것으로 전망된다.

보수적인 투자기조를 보인 SK종합화학과 한화토탈도 최근 CAPEX확대를 추진하고 있다. 경쟁업체가 사업다각화 및 수직계열화를 위한 공격적인 투자정책을 이어가고 있는 반면, SK종합화학은 다각화된 제품포트폴리오와 계열사 간 수직계열화된 생산체제를 보유하고 있어 투자부담이 크지 않다. 2014년 주요 투자가 마무리되고 자금소요가 크게 감소하면서 전반적인 재무부담이 완화되었으며, 커버리지 지표(0.1배) 역시 매우 우수한 수준이다. 다만, 모회사인 SK이노베이션이 최근 배터리·화학분야의 투자를 공시한 바 있어 그룹 내 투자규모가 확대될

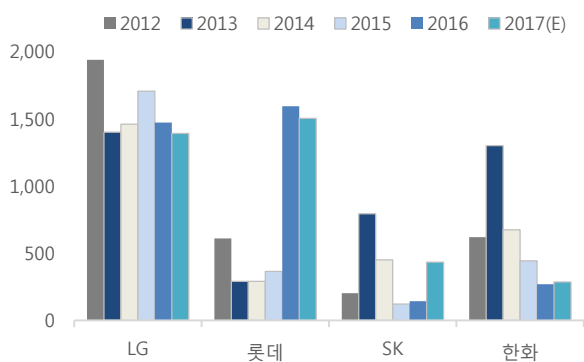
것으로 판단된다.

한화토탈 역시 2014년 방향족 공장 증설 이후 보수적인 투자정책을 유지하는 가운데, 업황 개선에 따른 현금창출력 확대로 재무안정성 지표(차입금커버리지 2014년 4.8배→2017.9월 1.0배)가 빠르게 회복되고 있다.

2017년 NCC설비 증설, 폴리에틸렌 공장 신설 등(약 9,000억원 규모) 최근 다시 투자규모를 확대하고 있으며, 더불어 합작회사로서 구조적으로 배당에 대한 부담이 상존한다. 다만, CAPEX 및 배당 부담 등을 자체 현금창출력으로 상당부분 충당할 것으로 판단되어 최근 개선된 재무안정성을 유지할 것으로 전망된다.

[경상투자(CAPEX)]

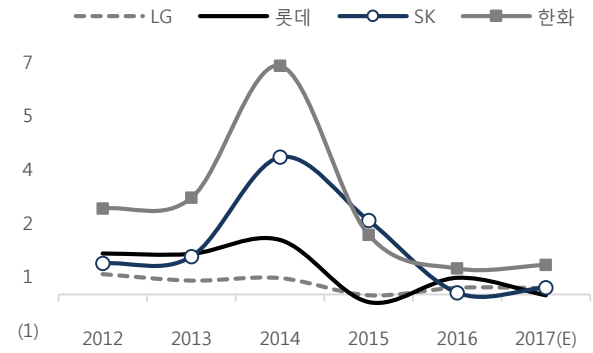
(단위: 십억원)



자료: 각 사 감사보고서

[차입금커버리지(순차입금/EBITDA)]

(단위: 배)



자료: 각 사 감사보고서